

在庫増・生産減「後退入り」は現状回避

2019/1/4

鉱工業生産、先行指標のバランスは底入れ攻防

昨年11月の鉱工業生産指数は前月比-1.1%となり、6月以来のマイナス幅に沈んだ。10月は自然災害などからの反動で+2.9%増となっただけに、反動減が影響したが、前回予測での11月見込み+0.6%を下回るなど、改めて世界減速や貿易摩擦による減速持続が警戒されている。ただし、在庫循環図では「在庫増・生産減」への景気後退入りは現状回避されているほか、生産の先行指標である出荷・在庫バランス（出荷前年比-在庫前年比）は2016年以降の先行悪化を経て、先行底入れの攻防に移行しつつある。

在庫減で生産下げ止まり、悪い在庫増が水際阻止

「(2019年に向けて米中の次世代デジタル覇権争いが激化し、規制障壁も強まるリスクはあるが)日本はモノ作りが蓄積してきたかなりの情報をリアルデータとして持っている。それとネット系のテクノロジーをうまく融合すれば、十分オリジナルなイノベーションは創出できるはずだ。日本という存在理由なり、存在意義を問われている中で、逆にチャンスの時代が来ているのではないか」――。

経済同友会の小林喜光代表幹事（三菱ケミカルホールディングス会長）は昨年末の会見で、このような日本の生き残り戦略を示した。

安倍政権による成長戦略でも、第4次産業革命（IoT、AI、ロボット、ビックデータなど）に関しては、「ネット上のデータ競争やソフトデータのプラットフォーム競争では、米国などに主導権を握られてきた」と反省しながら、「今後の主戦場であるリアルデータでは優位性を確保する」という目標を掲げている。具体的には健康・医療、介護、製造現場、自動走行など「リアルな世界のデータ」について、取得・解析・活用するためのプラットフォームを作り出していく国策プランであり、保護主義などの世界不透明感の中にあって重要さを増してきた。

一方で最新11月の鉱工業生産では、改めて世界減速や貿易摩擦、ハイテク特需剥落などの複合リスクによる減速が示されている。生産指数の前月比は-1.1%となり、6月の-1.3%以来のマイナス幅となったほか、事前見込みに対する実現率も-2.1%と低迷した。株価は景気の先行指標であり、10月以降の日米株を含めた世界株安は、2019年にかけての内外経済減速と日本の生産の下振れを警戒させるものとなっている。

その反面、鉱工業生産の在庫循環図でいえば、前年比の3カ月移動平均ベースで在庫が11月に+1.2%と前月の+1.9%から低下した。2017年12月

の+4.3%や2018年5月の+4.0%が最高最悪となる形で、「悪い在庫の積み上がり」は抑制されている。一方で生産は+1.0%と10月の+0.6%から上昇し、9月の-0.1%をボトムに小幅改善へと転じてきた。

在庫減と生産増のペース自体は極めて緩慢とはいえ、循環フェーズでは2016年からの在庫増と2017年からの生産減速が一服となっている。時計回りで悪化方向に向かう「意図せざる在庫増」と「余剰在庫を受けた生産減少」という景気後退入りが、あくまで現状では回避されている。

先行き予断は許さないが、鉱工業生産指数の先行指標であり、在庫循環モメンタムを示す「出荷・在庫バランス（出荷前年比-在庫前年比）」は最新11月に-1.1%となった。前月の+4.8%からは低下しているが、7月と9月の-3.8%をボトムに下げ止まりとなっている。2016年11月の+6.9%を最高とした先行減速を経て、先行底入れの攻防に直面してきた。すでに12カ月移動平均ベースでは、9月が最低ボトムとなる形での基調好転のシグナルが点滅しつつある。

同バランスの12カ月移動平均は前回の減速のあと、2016年11月から底入れ上昇に転じた。当時はトランプ・ラリーの始動と重なったこともあり、日経平均株価は同月から2018年10月まで上昇ラリーが点火されている。

電子部品・デバイス、在庫急増が一服

その前では2013年5月でバランス低下が底入れとなったが、日経平均は2015年8月まで上昇が継続。さらにさかのぼると2012年3月で底入れ反転となったが、当時の日経平均は同年5月から10月にかけての底練りを経て、アベノミクス相場が重なる形での株高トレンド始動となっている。

今回は年明けからの日米貿易交渉始動や、2月末までの米中貿易協議、米FRBの政策不透明感もあり、鉱工業生産や日経平均の底入れ判断は見極めにくい。それでも在庫の前年比は2017年11月を最高として先行調整の低下が進捗しており、その後の先行き不透明感による在庫積み上げへの慎重姿勢もあって、現状からの在庫減と生産減、株安の一段のショック緩和と底入れ模索のフェーズ入りが支援されやすい。

もちろん、2019年については世界的なハイテク特需の反動剥落や米中ハイテク戦争などにより、IT・ハイテク関連が主導する形での生産深押しは警戒される。それでも11月の鉱工業生産では「電子部品・デバイス工業」の在庫が前年比+31.8%となり、10月の+41.4%や9月の+43.4%から在庫急増の勢い

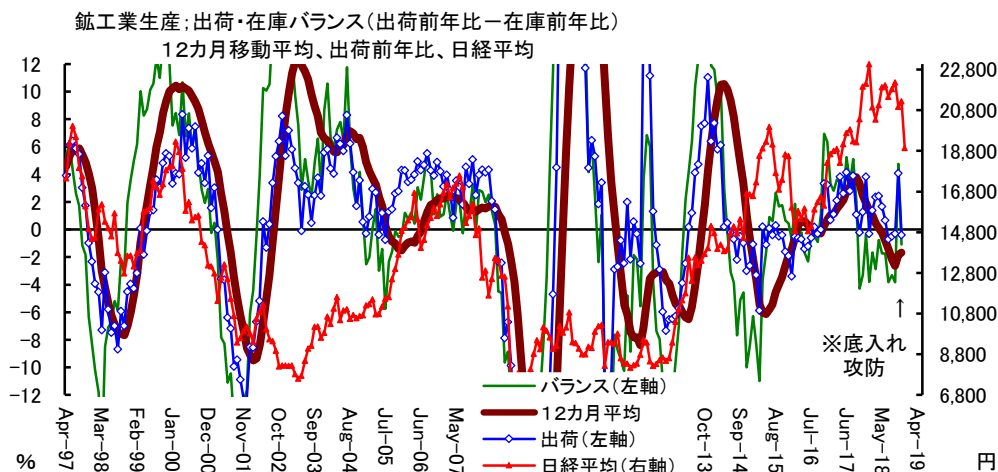
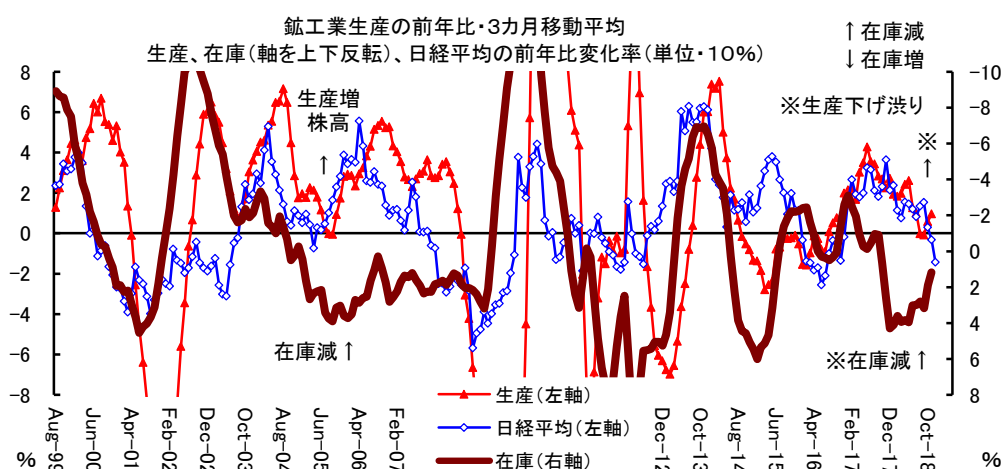
が鈍化してきた。在庫率指数も 93.2 と 9 月の 106.5 をピークに上げ渋りとなっている。前回の最高最悪である 2015 年 3 月の 107.2、2012 年 10 月の 110.5 といった上限ラインに接近しつつあり、「悪い在庫増加」の一旦の最悪期通過が示唆され始めている。

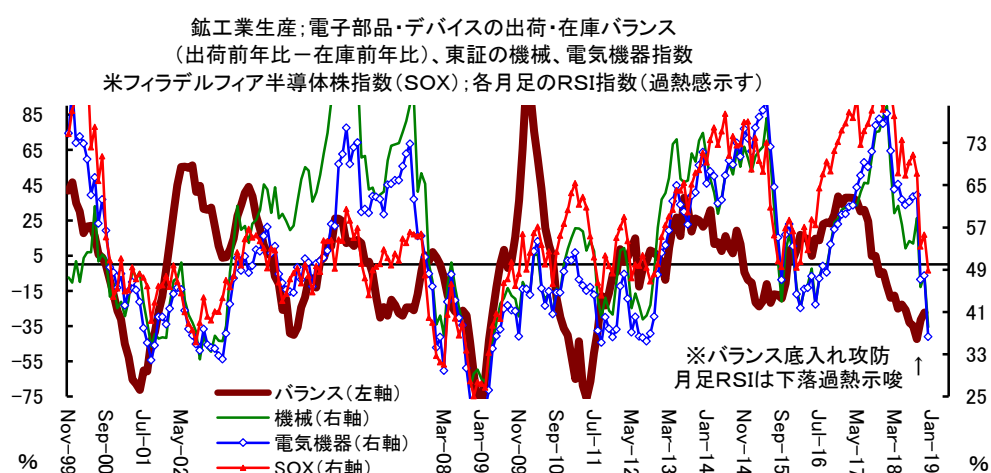
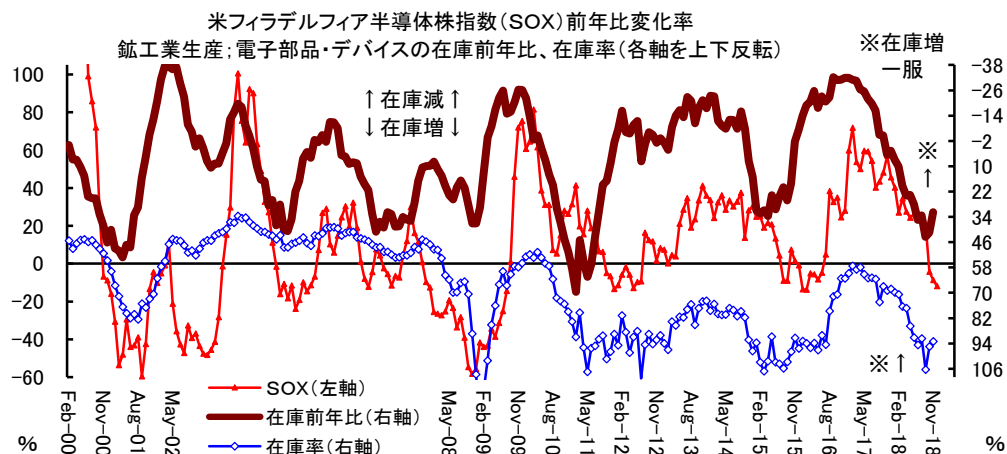
生産の先行指標である電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランス(出荷前年比－在庫前年比)でも、11 月は－27.3%と 10 月の－31.4%からは改善してきた。当座は 9 月の－42.3%での先行底入れ確認が焦点になっている。すでに日米の株式市場で IT・ハイテク関連は昨年 10 月からの急落を経て、テクニカル面では売られ過ぎ過熱のシグナルが点滅してきた。過熱感を示す月足 RSI 指数(相対力指数)では、東証の電気機器指数や機械指数のほか、米フィラデルフィア半導体株指数(SOX)についても、2008 年のリーマン・ショック以降の下限ゾーンへと急低下し

ている(下落に過熱感)。

昨年 10 月以降の米国株急落は複合要因があるものの、一因としては IT ハイテク関連の FAANG 株(フェイスブック、アップル、アマゾン、ネットフリックス、グーグル)の行き過ぎ過熱調整がある。FAANG の株価バブルは 2017 年から加速され、2017 年 7 月には 5 銘柄だけで合計時価総額が 3 兆ドルの節目を突破するという象徴的な出来事もあった。

一方で現在の米株 S&P500 は昨年 12 月 25 日に 2017 年 4 月以来の安値へと逆戻りし、主要企業の収益伸び率のゼロ%横這い化まで織り込む水準に下落してきた。2018 年の+20%増益の反動剥落を織り込む－20%前後の株安調整が進捗してきたとともに、「過度な FAANG 株バブルの反動調整」も進展が示されている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。